

新《证券法》 有助优化资本市场生态环境

经过全新升级，新《证券法》通过拓宽调整范围、全面推行公开发行证券注册制、专章规定投资者权益保护、提高失信成本及降低失信收益，助力优化资本市场生态环境，效果可期。

文 | 刘俊海



法治是最好的营商环境，也是最好的资本市场环境。法治包括良法与善治两部分。其中，良法是善治的前提。

为落实以人民为中心的发展思想，持续增强公众投资者的获得感、幸福感与安全感，稳步提高上市公司质量与核心竞争力，推进资本市场治理体系与治理现代化，提高资本市场服务于实体经济发展的能力，优化诚实信用、公平公正、多赢共享、包容普惠的资本市场生态环境，2019年12月28日全国人大常委会审议通过了升级版《证券法》。

这是一部投资者友好型的证券法，共计14章、226条，将于2020年3月1日正式施行。

拓宽调整范围

鼓励与规范资本市场创新

为保持法律的包容度与开放度，推进我国资本市场法治化、国际化、全球化、诚信化、阳光化进程，新《证券法》第2条以列举加兜底条款的方式，继续确认股票与公司债券这两类传统的证券品种，并增设了存托凭证。

为避免挂一漏万，新《证券法》一如既往地授权国务院依法认定其他证券。这种立法技术覆盖了现实生活中业已存在的主要证券类型，也为未来的证券产品创新预留了制度接口。

分业经营、分业监管是我国金融监管的基本原则。但在金融创新的过程中，很多金融机构开展的金融业务具有功能与法律上的同质性。资产支持证券属于证券，千姿百态的资产管理业务也都具有证券的本质属性。这些金融机构与投资者（金融消费者）之间的契约关系、信托关系都需要纳入法治轨道。但在分业监管框架下，不同监管部门的监管理念、监管标准、监管尺度和监管规则存在着碎片化以及逐底竞争现象，产生了监管漏洞与监管盲区，滋生了监管套利现象。

为堵塞立法漏洞，新《证券法》第2条第3款按照功能监管、实质监管、穿透监管、协同监管的理念，授权国务院依照该法原则，专门出台资产支持证券、资产管理产品发行与交易的管理办法为推动活而有序的金融创新、促进金融机构之间的公平竞争、铸造监管合力、提升监管效能、提升监管公信奠定了法治基础。

全面推行注册制

打通服务实体经济绿色通道

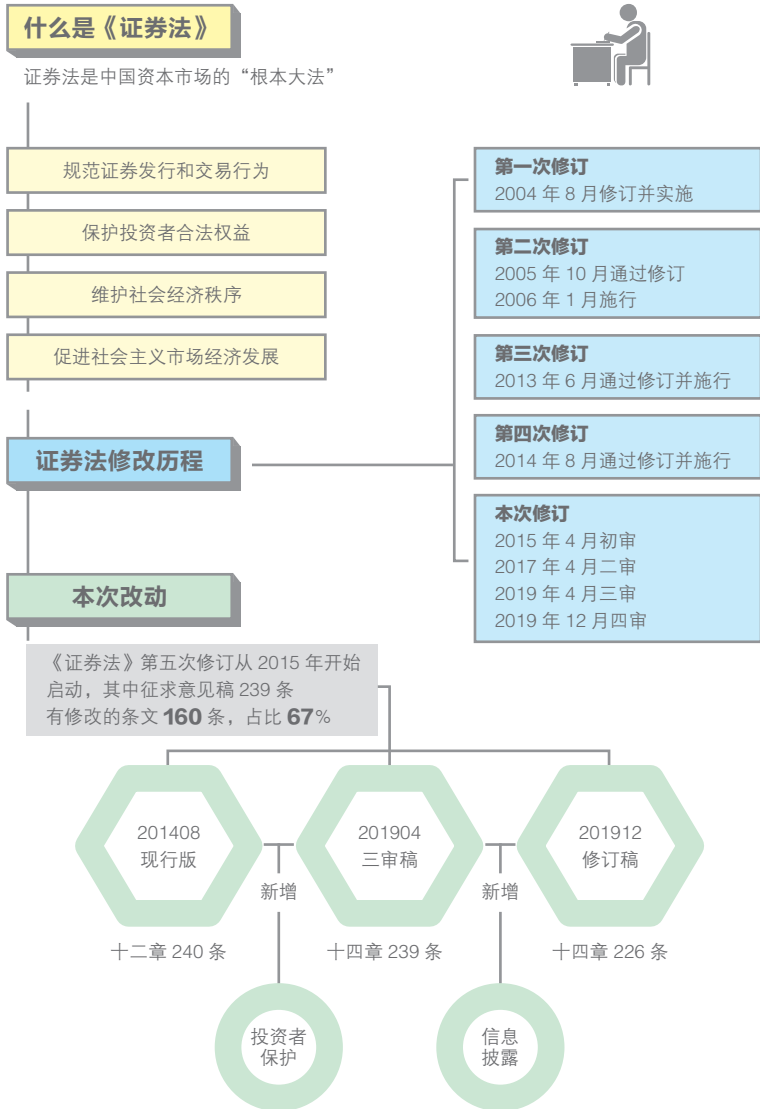
2013年10月，党的十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”。为落实这一改革部署，新版《证券法》第2章明确，对公开发行证券全面推行注册制，并全面系统构建了以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以重典治乱为后盾的注册制规则体系。

为鼓励诚信的优秀公司脱颖而出，从源头上消除不合理制度设计导致的公司财务造假现象，新《证券法》求真务实，大胆精简并优化了证券发行条件，将股票发行人应当具有的“持续盈利能力”改为“持续经营能力”，同时大幅简化公司债券发行条件。降低后的法定门槛能够包容不同的产业模式与盈利模式，有助于鼓励公司心无旁骛地提高产品或服务的核心竞争力，促进公司可持续发展，实现公司长远利益最大化，培育公众投资者理性的价值投资理念。

为鼓励融资公司之间公平竞争，消除股票公开发行核准环节的权力寻租现象，预防行政自由裁量权的滥用风险，澄清发行审核委员会（“发审委”）为失信企业提供信用背书的误解，新《证券法》以壮士断腕的勇气，废除了发审委制度，重构了证券发行程序，在授权中国证监会依法定条件负责证券发行申请注册的基础上，允许证券交易所按国务院规定审核公开发行股票申请。

阳光是最好的防腐剂，灯泡是最有效的警察。证券市场是信心市场，也是信息市场。信息是证

阳光是最好的防腐剂，灯泡是最有效的警察。证券市场是信心市场，也是信息市场。



新《证券法》第19条要求证券发行申请文件充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，第5章又专门规定信息披露制度，明确了注册制以信息披露为基础的基本要求。

注册制改革既适用于股票发行，也适用于债券、存托凭证与其他证券的发行；既适用于科创板，也适用于主板、中小板与创业板。但注册制改革必须积极稳妥地有序推进，切忌各行其是、一哄而上。为确保注册制改革的协同性、系统性与有序性，新《证券法》授权国务院规定证券发行注册制的具体办法、具体范围与实施步骤，具体厘定注册制改革的路线图与时间表。

可以预言，注册制的全面推行将有利于完善上市公司治理，提高上市公司质量，提升监管公信，扩大投资品种范围，扭转资本市场脱实向虚的现象，鼓励资本市场资源流向有担当、有追求、有底线、有前途的实体经济企业，尤其是民营企业。

保护投资者权益

描绘投资者友好型社会蓝图

我国新时代资本市场的主要矛盾是广大投资者日益增长的合理投资回报需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这一矛盾集中体现为融资功能大于投资功能，中小投资者维权成本高于维权收益，违法者失信收益高于失信成本，守法者守信成本高于守信收益的不公平现象。中小投资者普遍面临着“为了追回一只鸡，必须杀掉一头牛”的窘境。

公众投资者与上市公司或金融机构相比，处于相对弱势地位的主要原因在于：一是经济实力不对等；二是信息占有不对称；三是纠纷成本外部化转嫁能力存在落差；四是投资者单方先行向上市公司或金融机构转移财富的被动效应；五是资本市场结构的不均衡，包括金融机构之间的不公平竞争、金融机构滥用垄断优势地位；六是董事、监事、高管以及金融机构的契约精神、信托

> 资料来源：根据公开资料整理
券市场的血液。公开性是证券市场公平性和公正性的前提，也是投资信心的基础。实践证明，市场信息透明时，往往市场信心大振，而信息虚假误导或谣言充斥时，则市场信心萎靡不振。因此，

文化、诚信意识淡漠。

我国资本市场牛短熊长的原因不能简单归咎于资金的匮乏，而是信心、诚信与法治的匮乏。而这些匮乏都可归结为股权文化、法治精神之不彰。要确保资本市场长治久安，增强资本市场的风险抵御能力，必须重建投资信心；而重建投资信心的关键是打造投资者友好型证券法，不断完善良法善治，促进资本市场治理现代化。

为打造有温度的资本市场，新《证券法》第6章专门规定了投资者权益保护制度。为追求实质平等与理性契约自由，落实“卖者尽责、买者自负”的理念，新《证券法》第88条要求券商履行投资者适当性管理义务，充分了解投资者信息，充分揭示风险，销售、提供与投资者状况相匹配的证券、服务。违反该义务的券商要对投资者由此而遭受的损失承担相应赔偿责任。

鉴于券商与普通投资者之间在信息与专业知识方面的巨大落差，为降低普通投资者举证负担，新《证券法》第89条在区分普通投资者与专业投资者的基础上，要求被告券商自证清白。此即举证责任倒置规则。倘若券商无法证明自己的行为符合法律法规及证监会规定、不存在误导或者欺诈等情形，就必须对受害普通投资者承担相应的赔偿责任。

团结就是力量。为破解公众投资者搭便车的集体行动难题，新《证券法》第90条允许上市公司的董事会、独立董事、持股1%以上有表决权股份的股东或投资者保护机构征集公众股东的提案权与表决权等股东权利。基于同一逻辑，该法第92条规定了债券持有人会议制度，以预防与控制债券违约风险。

鉴于资本市场不仅是上市公司融资的聚宝盆，也是公众投资者的摇钱树；鉴于公众投资者的分红权具有公共利益属性；鉴于上市公司有义务为公众投资者创造投资回报；鉴于股东会机制会出现失灵现象、控制股东会存在不理想现象；

鉴于我国不少上市公司在盈利后仍然推行不分红的“铁公鸡”政策严重挫伤了公众投资者的投资信心，新《证券法》第91条要求上市公司在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序，依法保障股东的资产收益权；上市公司当年税后利润在弥补亏损及提取法定公积金后有盈余时要分配现金股利。

为公平及时高效化解证券争议，新《证券法》第93条允许投资者保护机构受上市公司的控股股东、实际控制人、相关券商之托与受害投资者达成协议，予以先行赔付；第94条鼓励投资者与发行人、券商向投资者保护机构申请调解；普通投资者提出调解请求的，证券公司不得拒绝。投资者保护机构既可支持受害投资者起诉，也可作为捍卫上市公司利益、而以自己的名义、针对上市公司的失信的控股股东、实际控制人与董监高提起股东代表诉讼，而且无需满足《公司法》第151条规定的原告股东需满足1%持股比例与180天持股期限的要求。

为帮助受害投资者实现零成本维权的梦想，新《证券法》第95条激活了代表人诉讼机制。在投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，倘若可能存有相同诉讼请求的其他众多投资者，法院应公告说明案情，并通知投资者限期向法院登记。法院作出的判决裁定对参加登记的投资者发生法律效力。根据“默示加入、明示退出”的原则，立法者鼓励投资者保护机构在接受50名以上投资者委托后作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人向法院登记。

提高失信成本，降低失信收益

十九大报告强调，要坚决打好防范化解重大风险（包括金融风险）的攻坚战，指出要“依法惩治利用互联网金融平台、打着金融创新旗号从事非法活动等增加金融风险的犯罪”。十九届四中全会决定更明确指出，“加强资本市场基础

我国资本市场牛短熊长的原因不能简单归咎于资金之匮乏，而是信心、诚信与法治之匮乏。而这些匮乏都可归结为股权文化、法治精神之不彰。

要消除资本市场乱象，法律责任制度必须发挥“三升三降”的社会功能。

制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，有效防范化解金融风险”。

近年来愈演愈烈的形形色色的违法犯罪分子打着“股票投资”的幌子、穿着“金融创新”的马甲，见利忘义，肆意践踏法律与道德的底线，从事虚假陈述、内幕交易、操纵市场等严重损害投资者权益的违法犯罪行为，破坏了资本市场秩序，危害严重，民愤极大。

要消除资本市场乱象，法律责任制度必须发挥“三升三降”的社会功能：一是提高失信成本，降低失信收益，确保失信成本高于失信收益；二是提高守信收益，降低守信成本，确保守信收益高于守信成本；三是提高维权收益，降低维权成本，确保维权收益高于维权成本。既然失信不划算，市场主体就会重新校准自己的核心价值观，转变见利忘义的行为模式，自觉避免未来的失信行为。

市场有眼睛，法律有牙齿。为实现“三升三降”，保护投资者权益，推进资本市场治理体系和治理能力现代化，新《证券法》按照重典治乱、猛药去疴的法治理念，加大了证券违法行为的处罚力度，大幅提高了行政罚款额度。

例如，发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的，处以200万元以上2000万元以下的罚款。又如，证券交易内幕消息的知情人或者非法获取内幕信息的人违法规定从事内幕交易的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没收违法所得或者违法所得不足50万元的，处以50万元以上500万以下的罚款。再如，新法对行政处罚实行了双罚制，不仅处罚违法的公司，也处罚直接负责的主管人员和其他直接责任人员；不仅处罚违法的上市公司收购人和信息披露违规的公司，而且处罚有过错的控股股东和实际控制人。

但违法成本并不限于行政处罚。除了行政处

罚，违法者还要根据违法行为的性质与情节分别承担民事责任、信用责任甚至刑事责任。例如，为确保民事责任落地生根，新《证券法》激活了代表人诉讼制度。为擦亮市场的眼睛，新《证券法》要求监管部门将市场主体遵守证券法的情况纳入证券市场诚信档案，完善了证券市场禁入制度，禁止失信者在证券交易所、新三板交易证券。

新《证券法》还确立了长臂管辖原则。近年来，随着我国资本市场全球化进程的加快以及互联网时代的来临，身处境外的一些违法犯罪者肆无忌惮地通过境外的证券发行和交易活动，扰乱我国境内市场秩序、侵害境内投资者权益，却长期逍遥法外。虽然损害行为发生地在境外，但损害结果发生地位于我国境内，遭受损害的投资者亦位于我国境内。有鉴于此，新《证券法》第2条第4款确立了虽远必究的长臂管辖原则，明确了新《证券法》的域外适用效力，将该法规定的法律责任制度扩张适用于在境外开展证券发行和交易活动、扰乱境内市场秩序、损害境内投资者权益的违法者。违法者的法律责任既包括民事责任，也包括行政处罚、刑事责任与信用制裁。

当务之急，是要抓紧清理与《证券法》不一致的行政法规、部门规章与自律规则，并及时做好立改废释工作。当然，徒法不足以自行。为确保新《证券法》落地生根，监管部门、自律机构、上市公司与中介机构必须严格按照理性自治、严格自律、规范执法、公正司法的理念，消除分歧，凝聚共识。

期待并相信新《证券法》释放的正能量将会不断提升资本市场法治环境的稳定性、公平性、透明性、可预期性与公信力，不断优化诚实信用、风清气正、共建共享、包容普惠的资本市场生态环境，真正把我国资本市场打造成为服务实体经济的企业融资加油站与造福公众投资者的国民财富中心。☐

（作者系中国人民大学高法研究所所长、教授）